عدم تحقيق التوقعات لصافي الربح للربع لم يغير من نظرتنا الاستثمارية، نستمر في التوصية "شراء"

جاء صافي ربح الربع الرابع ٢٠١٥ أقل من توقعاتنا بسبب انخفاض الأسعار عن المتوقع

أعلنت الشركة المتقدمة للبتروكيماويات نتائج أداء ضعيفة للربع الرابع ٢٠١٥ متضمنة صافي ربح بقيمة ١٤٦ مليون ر.س. (انخفاض عن الربع المماثل من العام الماضي بنسبة ٢٧٪ وانخفاض عن الربع السابق بنسبة ٣٨٪)، لتتراجع بذلك عن متوسط التوقعات وعن توقعاتنا بحدود ٢٥٪ و٨٪ على التوالي. كان الأداء التشغيلي ايضا أقل من المتوقع، حيث جاء كل من الربح الإجمالي والربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة (EBIT) أقل من توقعاتنا بنسب ٢٤٪ و٢٦٪ على التوالي. بما أن إعلان النتائج لا يتضمن تفاصيل الأداء في هذه المرحلة، يبدو أن السبب الرئيسي في التراجع جاء نتيجة انخفاض الأسعار المحققة عن المتوقع والذي انعكس على كل من المبيعات والهوامش. انخفضت أسعار البولي بروبيلين بشكل حاد خلال الربع الرابع ٢٠١٥ (تراجع بمعدل ١٤٪ عن الربع السابق). نظرا الى أنه الربع الاخير في السنة، نعتقد أن الشركة عرضت المنتج بأسعار منافسة جداً (بعد تعافي الأسعار عن المتوقع خلال الربعين السابقين والذي أدى الى ارتفاع كبير في الأرباح) خوفاً من تراكم المخزون (ما يقارب ١٨ يوم من المبيعات للمتقدمة مقابل متوسط القطاع بحدود ٦٠ يوم) في ظل تراجع أسعار البولي بروبيلين.

تأثير طفيف لارتفاع أسعار المواد الأولية وإعادة تسعير الكهرباء بما يعادل ٤٪ من صافي ربح عام ٢٠١٥

أعلنت حكومة المملكة العربية السعودية مؤخرا عن تعديل أسعار المواد الأولية لقطاع البتروكيماويات مقرونا بزيادة رسوم الكهرباء. نتوقع أن تكون الزيادة في سعر الكهرباء من ١٤ هللة الى ١٨ هللة (التي تمثل زيادة بنسبة ٢٨٪ على المتقدمة)، من ناحية المواد الأولية، ارتفع سعر الايثان من ٠,٧٥ دولار امريكي الى ١,٧٥ دولار امريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية، كما ارتفع سعر الغاز الطبيعي من ٠,٧٥ دولار امريكي الى ١,٢٥ دولار امريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية وتراجع الخصم على البروبان من ٢٨٪ (مرتبط بأسعار النافثا في اليابان) الى ٢٠٪. قد يبدو تخفيض الخصم من ٢٨٪ الى ٢٠٪ كبيرا للوهلة الأولى، لكن أثره محدود في الواقع (تستخدم الشركة البروبان فقط كمادة أولية). في عام ٢٠١٥، كان متوسط سعر النافثا (تسليم على سفن الشحن – فوب) من منطقة الخليج العربي ٤٦٠ دولار امريكي للطن وخصم بنسبة ٢٨٪ مما يعني انه تم تسعير البروبان لشركات قطاع البتروكيماويات بقيمة ٣٣١ دولار امريكي للطن، بينما عند متوسط سعر البروبان ٤١٦ دولار امريكي للطن مما يعني انه عند خصم بنسبة ٢٠٪ يكون تسعير البروبان عند ٣٣٣ دولار امريكي للطن. على العموم، بينما ستتأثر المتقدمة بشكل طفيف من أسعار المواد الأولية (طالما استمر فرق السعر بين البروبان والنافثا، الذي يتسع منذ عام ٢٠١٢ بسبب زيادة إنتاج البروبان في الولايات المتحدة على خلفية الزيادة في إنتاج النفط والغاز)، ستتأثر أرباح الشركة من ارتفاع أسعار الكهرباء بشكل رئيسي ما يقارب ٤٪ من صافي ربح عام ٢٠١٥ وهو ارتفاع محدود يمكن استيعابه.

تعتبر الشركة المتقدمة من أفضل شركات قطاع البتروكيماويات السعودي في ظل بيئة انخفاض أسعار البترول

من هنا، بالنظر إلى استمرار قوة الطلب العالمي على البولي بروبيلين (نمو سنوي في حجم المبيعات ما بين ٥٪ الى ٦٪)، من المتوقع أن تستقر معدلات التشغيل حول مستواها نتيجة للتأخر المتوقع لدى المصانع الصينية التي تعمل من خلال تحويل الفحم إلى الأوليفينات وتحويل الميثانول إلى أوليفينات، في حين أنه من المرجح أن تؤثر البيئة الحالية لأسعار البترول المنخفضة سلبا على أسعار البولي بروبيلين (المنتج الرئيسي للشركة المتقدمة)، ألا أننا نعتبر الشركة المتقدمة من أفضل شركات قطاع البتروكيماويات السعودي أداء في ظل بيئة أسعار البترول المنخفضة. لدى الشركة نموذج اعمال مرن ومقاوم للتغيرات حيث تعتمد موادها الأولية على البروبان بنسبة ١٠٠٪ (الذي يرتبط سعره بشكل غير مباشر بأسعار البترول) مما يعني أن تراجع أسعار البترول سيخفض من تكلفة المواد الأولية بما يخفف من التراجع في أسعار بيع المنتج بشكل كبير. وفقا لتقديراتنا، أي تغير بزيادة أو نقص ٥٪ في أسعار البترول ينعكس على تقييم الشركة بنسبة ٣٪ فقط. يتم تداول سهم الشركة بمكرر ربحية جاذب ومتوقع للعام ٢٠١٦ بمقدار ٨,٢ مرة وعائد توزيع الربح إلى السعر المتوقع للعام ٢٠١٦ بحدود ٩,٢٪ والذي يعتبر الاعلى في القطاع. بعد إعلان نتائج الربع الرابع ٢٠١٥، قمنا بتخفيض تقديراتنا للأرباح المتوقعة للفترة من عام ٢٠١٦ الى ٢٠١٨ بحدود٩٪، نستمر في التوصية لسهم الشركة على أساس شراء مع تعديل للسعر المستهدف الى ٥٥,٠ ر.س. للسهم.

سعر السوق الحالي أقل بكثير من السعر في ظل سيناريو تحمل الضغط؛ نتوقع توزيع أرباح جيدة

لاحقا لتوقعاتنا لأرباح الشركة، قمنا باختبار قدرة الشركة على تحمل الجهد لنرى تأثير ذلك على الأرباح والتقييم والتدفقات النقدية. من هنا، قمنا بافتراض التالي : ١) استمرار سعر البترول عند ٤٠ دولار امريكي للبرميل في عامي ٢٠١٦ و٢٠١٧ وتوقعاتنا على المدى البعيد بسعر يبلغ ٥٠ دولار امريكي للبرميل ٢) انكماش خصم البروبان ليصل الى ١٠٪ بدلا من ٢٠٪ في عام ٢٠١٧ و ٣) ارتفاع تعرفة الكهرباء لمرتين متتاليتين في عام ٢٠١٧ و ٢٠١٨ بنفس النسبة. وفقا لتقديراتنا، إذا ما حدثت هذه الفرضيات في نفس الوقت، ينخفض تقديرنا لصافي الربح المتوقع للفترة ما بين ٢٠١٦ إلى٢٠١٨ بحدود ٣٦٪. في ظل سيناريو الضغط السابق، تكون القيمة العادلة لسهم الشركة ٤٠ ر.س. وهو سعر أعلى من سعر السوق الحالي. بالاضافة الى ذلك، وفي ظل سيناريو الضغط، ستكون المتقدمة قادرة على الاستمرار في تحقيق عائد جيد لتوزيع الربح إلى السعر عند ٧,٢٪ (في متوسط الفترة المتوقعة من العام ٢٠١٦ إلى ٢٠١٨، بالرغم من أنه سيكون أقل من توقعاتنا الحالية)، مع استمرار وضع السيولة في مستوى جيد.

ملخص التوصية	
التوصية	شراء
السعر المستهدف (ر.س.)	٥٥,٠
التغير	٦٧٪

بيانات السهم		
سعر الإغلاق	ر.س.	٣٢,٦
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	٥,٣٤٦
عدد الأسهم القائمة	مليون	١٦٤
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٦٠,٢
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٣٢,٤
التغير في السعر منذ بداية العام	٪	-٣٠,٤
متوسط القيمة المتداولة اليومية لمدة ٦ أشهر	مليون	٢٨,٨
الربح للسهم المتوقع للعام ٢٠١٦	ر.س.	٣,٩٦
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	2330.SE	APPC AB

المصدر: تداول، * السعر كما في ٦ يناير ٢٠١٦

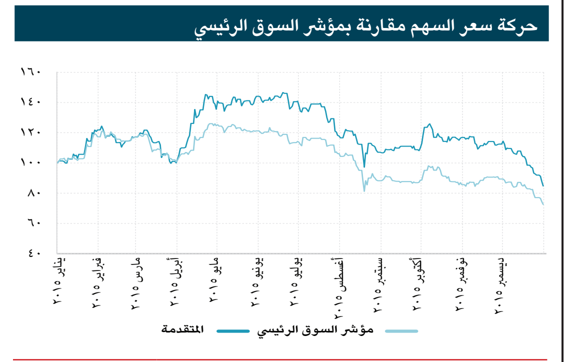
بنية المساهمة (٪)	
شركة البولي بروبلين الوطنية المحدودة	٨٪
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	٦٪
الأسهم الحرة	٨٦٪

المصدر: تداول

أهم النسب المتوقعة	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
مكرر الربحية (مرة)	٨,٢	٧,٩
مكرر EV/EBITDA (مرة)	٨	٧,٨
عائد توزيعات الأرباح الى السعر (٪)	٩,٢٪	٩,٢٪

المصدر: الشركة، تحليل السعودي الفرنسي كابيتال

حركة سعر السهم مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: تداول

ديبانجان راي
DipanjanRay@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبد العزيز جودت
AJawdat@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦

ملخص القوائم المالية

قائمة الدخل (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر)	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٤-٢٠١٦	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٧
الإيرادات	٣,٠٣٦	*٢٣٩٤	٢,٣٩٢	٢,٦٥٠	٢,٦٧٧	(٪٧)	٪٥
الربح الإجمالي	٧٨١	٧٨٤	٧٢٣	٧٥٤	٧٨٩	٪١٣	٪٢-
EBITDA	٩٤٤	*٩٥٢	٨٩٢	٩١٩	٩٥٤	٪١١	٪٢-
EBIT	٧٣٥	٧٤٢	٦٨٢	٧٠٩	٧٤٤	٪١٥	٪٢-
صافي الدخل	٧٠٣	٧٠٠	٦٤٩	٦٧٨	٧١٧	٪١٤	٪٢-
الأسهم القائمة (مليون)	١٦٤	١٦٤	١٦٤	١٦٤	١٦٤		
ربح السهم (ر.س.)	٤,٢٨	٤,٢٧	٣,٩٦	٤,١٤	٤,٣٧		
توزيعات الأرباح (ر.س.)	٣,٠٠	٣,٠٠	٣,٠٠	٣,٠٠	٣,٢٥		

*توقعاتنا

قائمة المركز المالي (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر)	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٣-٢٠١٥	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٧
النقد ومافي حكمه	٨٨٤	٣٥٥	٤٢٠	٦٣٠	٨٩٢		
المستحقات	١٩٨	٢١٤	١٩٧	٢١٨	٢٢٠		
المخزون	١٢٣	١٢٣	١٦٤	١٨٢	١٨٣		
أصول متداولة أخرى	١٨٣	١٩	١٧	١٩	١٩		
الأصول الجالرية	١,٣٨٩	٧١١	٧٩٧	١,٠٤٩	١,٣١٥	(٪١٥)	٪٢١
المتلكات والمصانع والمعدات	٢,١٦٩	٢,١٠٣	٢,٠٢٣	١,٩٤٣	١,٨٦٣		
الاستثمارات	٢٢٣	١,٠٣٤	١,١٢٩	١,١٢٩	١,١٢٩		
أصول غير متداولة أخرى	٤٩	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠		
اجمالي الأصول	٣,٨٣١	٣,٩٤٨	٤,٠٤٩	٤,٢٢٠	٤,٤٠٧	٪١١	٪٣
الحسابات الدائنة	٢٩٣	٢٤٥	٢٢٩	٢٥٤	٢٥٧		
مطلوبات متداولة أخرى	٣٥	١٤٣	١٤٣	١٤٣	١٤٣		
المطلوبات المتداولة	٣٢٧	٣٨٨	٣٧٢	٣٩٧	٤٠٠	(٪١١)	٪١
القروض طويلة الأجل	٩٠	٨٠	٤٠	٠	٠		
الصكوك	١,٠٠٠	٩٩٨	٩٩٨	٩٩٨	٩٩٨		
مطلوبات غير متداولة أخرى	٣٦	٤٣	٤٣	٤٣	٤٣		
اجمالي المطلوبات	١,١٢٦	١,١٢١	١,٠٨١	١,٠٤١	١,٠٤١	٪٧	٪٤-
اجمالي الأصول	٢,٣٧٧	٢,٤٣٨	٢,٥٩٦	٢,٧٨٢	٢,٩٦٦	٪٤	٪٧
اجمالي المطلوبات وحقوق الملكية	٣,٨٣١	٣,٩٤٨	٤,٠٤٩	٤,٢٢٠	٤,٤٠٧	٪١١	٪٣

قائمة التدفق النقدي (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر)	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
التدفق النقدي التشغيلي + التغير في رأس المال العامل	٩٢٤	٨٧٧	٨٢١	٨٧٢	٩٢٥
المصاريف الرأسمالية	(١٥٩)	(١١٠)	(١٣٠)	(١٣٠)	(١٣٠)
التدفق النقدي الحر التشغيلي	٧٦٤	٧٦٨	٦٩١	٧٤٢	٧٩٥
الاستثمار قصير الاجل	(١٥٩)	(٤٩٥)	٠	٠	٠
الزيادة في الموجودات غير الملموسة	(١٠)	(٨٦)	٠	٠	٠
أخرى	(٢٢٢)	(١٨١)	(٩٥)	٠	٠
التدفق النقدي الحر بعد الاستثمار	٣٧٣	٥	٥٩٦	٧٤٢	٧٩٥
توزيعات الارباح	(٥٧٣)	(٤٩٢)	(٤٩٢)	(٤٩٢)	(٥٣٣)
سداد اقروض / القروض الجديدة	٥٤٠	(٤٠)	(٤٠)	(٤٠)	٠
أخرى	٠	(٢)	٠	٠	٠
صافي التدفق النقدي	٣٤٠	(٥٢٩)	٦٤	٢١٠	٢٦٢

النمو (عن الفترة المماثلة من العام السابق)	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
المبيعات	٪٩	(٪٢١)	٪٠	٪١١	٪١
EBITDA	٪٢٢	٪١	٪٨-	٪٤	٪٥
EBIT	٪١	٪٨-	٪٦-	٪٣	٪٤
صافي الدخل	٪٠	٪٧-	٪٨-	٪٤	٪٥
توزيعات الأرباح	٪٠	٪٠	٪٧-	٪٥	٪٦

الهوامش	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
الهامش الإجمالي	٪٢٦	٪٣٣	٪٣٠	٪٢٨	٪٢٩
هامش EBIT	٪٢٤	٪٣١	٪٢٩	٪٢٧	٪٢٨
هامش EBITDA	٪٣١	٪٤٠	٪٣٧	٪٣٥	٪٣٦
صافي الهامش	٪٢٣	٪٢٩	٪٢٧	٪٢٦	٪٢٧

تقييم المكررات الربحية	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
مكرر الربحية	١١,١	٧,٦	٨,٢	٧,٩	٧,٥
مكرر قيمة الشركة/EBITDA	٨,٣	٧,٥	٨,٠	٧,٨	٧,٥
السعر/المبيعات	٢,٦	٢,٢	٢,٢	٢,٠	٢,٠
السعر/القيمة الدفترية	٣,٣	٢,٢	٢,١	١,٩	١,٨
عائد الربح الموزع الى سعر السهم	٪٦,٣	٪٩,٢	٪٩,٢	٪٩,٢	٪١٠,٠

النسب	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع
صافي القروض/حقوق الملكية	٪٣,٤	٪٢٩,٧	٪٢٣,٨	٪١٣,٢	٪٣,٦
صافي القروض/EBITDA	٠,١	٠,٨	٠,٧	٠,٤	٠,١
العائد على حقوق الملكية	٪٣٠	٪٢٩	٪٢٥	٪٢٤	٪٢٤
العائد على الأصول	٪١٩	٪١٨	٪١٦	٪١٦	٪١٦
التدفق النقدي من أنشطة التشغيل/ EBITDA	٪٨١	٪٨١	٪٧٨	٪٨١	٪٨٣
نسبة توزيع الربح	٪٦٧	٪٧١	٪٧٦	٪٧٣	٪٧٤
رأس المال العامل/المبيعات	٪٢	(٪١)	٪١	٪١	٪١

المصدر: الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

إطار العمل بالتوصيات

شراء
توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

قسم الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa



اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار الى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال ،شركة محدودة المسؤولية

سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧

صندوق بريد: ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي - الرياض